

## 湿巾制造领先企业，化妆品业务带动新增长

## 买入|首次推荐

### ——洁雅股份(301108.SZ)首次覆盖报告

#### 报告要点:

#### ● 国内湿巾制造领先企业，持续布局化妆品业务

公司前身铜陵市洁雅航空用品有限公司成立于1999年，2021年登录深交所，是第一家创业板上市的湿巾企业，同时公司也是国内产品系列最全，品类最丰富的功能性湿巾制造商。近年来，公司逐步拓展化妆品业务，拉动第二增长曲线。2023年公司与创健医疗设立合资子公司开发医用敷料类产品，共同开拓胶原蛋白应用市场。2017-2021受湿巾市场需求增长带动公司营收和归母净利润总体保持高速增长态势，CAGR分别为41.86%/71.09%，2021年公司营收9.84亿元，归母净利润2.20亿元。

#### ● 行业：湿巾市场稳步增长，重组胶原蛋白潜力巨大

(1) 2022年全球湿巾零售市场规模达到170.01亿美元，中国湿巾市场规模126.35亿元，过去十年复合增速13.23%，高速增长。品类上来看，婴儿湿巾目前最大的细分品类，而增速上来看湿厕纸2017-2022复合增速高达42.7%领先湿巾行业。(2) 胶原蛋白市场方面，根据弗若斯特沙利文数据我国胶原蛋白市场规模2021年288亿元，预计2027年增长至1738亿元，其中，重组胶原蛋白产品的市场规模2021年108亿元，预计2027年增长至1083亿元，占整个胶原蛋白市场比重将由37.7%增长至2027年的62.3%，未来主导胶原蛋白市场。

#### ● 洁雅股份：湿巾领先制造商内生外延布局颜值产业

(1) 湿巾：公司是国家高新技术企业，参与制定多项国家标准，掌握湿巾溶液配方、生产工艺核心技术，深度绑定洁时、Woolworths、高乐氏、欧莱雅、强生、金佰利等下游核心客户，出口量多年位列行业前五。(2) 化妆品：公司通过为欧莱雅代工膜类产品进入化妆品供应链，成立上海分公司及研发中心赋能化妆品研发销售。2022年公司与创健医疗成立合资公司布局胶原蛋白，有望实现优势互补。

#### ● 投资建议与盈利预测

公司是国内湿巾制造领先企业，切入化妆品赛道布局重组胶原蛋白。我们预计2022-2024年实现归母净利润1.64/1.91/2.28亿元，EPS为2.02/2.36/2.81元，对应PE为20/17/15x，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

行业竞争加剧的风险，化妆品业务拓展不及预期的风险，项目投产进度不及预期的风险，行业政策监管的风险

#### 基本数据

52周最高/最低价(元): 51.45 / 31.75

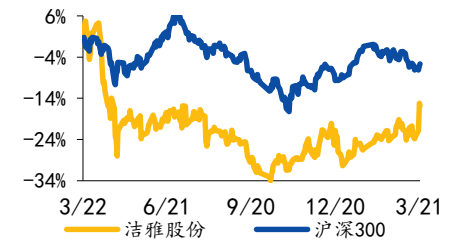
A股流通股(百万股): 20.30

A股总股本(百万股): 81.21

流通市值(百万元): 822.66

总市值(百万元): 3290.62

#### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	743.01	984.45	690.22	797.63	964.94
收入同比(%)	167.82	32.49	-29.89	15.56	20.98
归母净利润(百万元)	179.63	220.05	164.34	191.39	228.18
归母净利润同比(%)	163.69	22.50	-25.31	16.45	19.23
ROE(%)	40.68	12.99	9.15	9.77	10.64
每股收益(元)	2.21	2.71	2.02	2.36	2.81
市盈率(P/E)	18.47	15.08	20.19	17.33	14.54

资料来源: Wind, 国元证券研究所

## 目 录

1. 公司介绍：国内湿巾制造领先企业，持续布局化妆品业务 .....	4
2. 财务分析：业绩受消毒湿巾需求变化有所波动，净利润率持续提升 .....	6
3. 行业分析：湿巾市场稳步增长，重组胶原蛋白潜力巨大 .....	8
3.1 湿巾市场：国内市场发展迅速，湿厕纸增速领先 .....	8
3.2 胶原蛋白行业：新技术引领行业发展，颜值经济应用前景可观 .....	9
4. 湿巾制造领先企业，切入化妆品赛道布局重组胶原蛋白 .....	12
4.1 湿巾业务稳步增长，化妆品贡献第二增长曲线 .....	12
4.2 技术研发及质控优势明显，深度绑定下游核心客户 .....	13
4.3 成立合资公司，切入胶原蛋白赛道 .....	16
5. 盈利预测及投资建议 .....	18
6. 风险提示 .....	19

## 图表目录

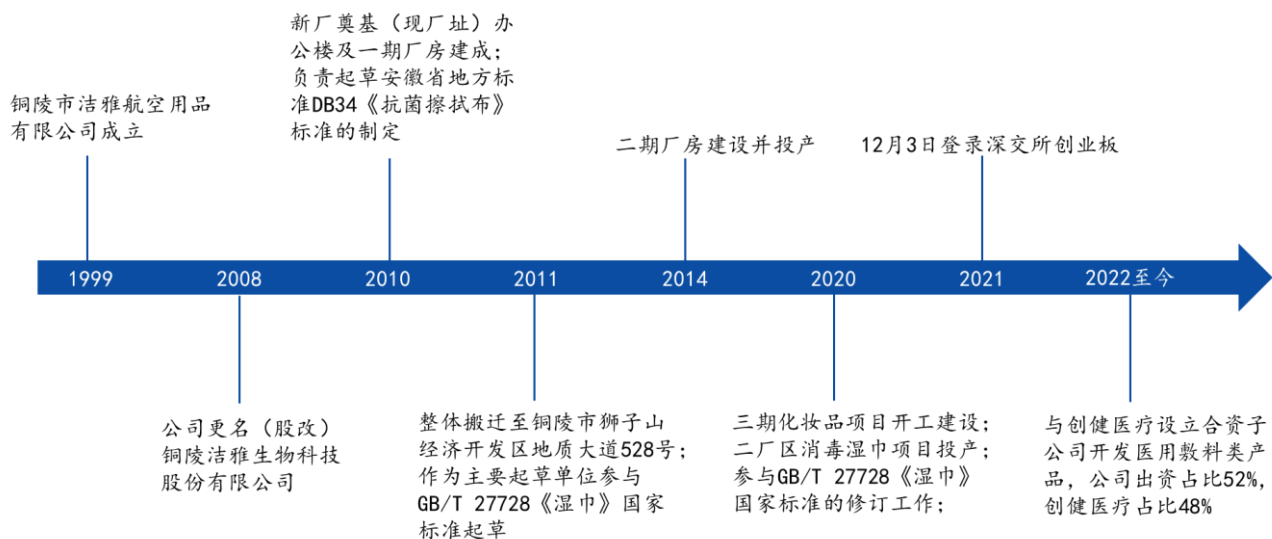
图 1：洁雅股份发展历程 .....	4
图 2：铜陵洁雅股权结构图 .....	5
图 3：2017-2022Q1-3 公司营收（百万元）及增速 .....	6
图 4：2017-2022Q1-3 公司归母净利润（百万元）及增速 .....	6
图 5：2018-2022H1 洁雅股份分产品收入（百万元） .....	6
图 6：2018-2022H1 洁雅股份分产品占比（%） .....	6
图 7：洁雅股份分业务毛利率（%） .....	7
图 8：洁雅股份毛利率水平（%） .....	7
图 9：2018-2022H1 洁雅股份期间费用率情况 .....	7
图 10：2017-2022Q1-3 洁雅股份销售净利率情况 .....	7
图 11：全球湿巾分产品市场规模（亿美元）及复合增速 .....	8
图 12：全球湿巾零售市场规模（亿美元）及增速 .....	8
图 13：中国湿巾分产品市场规模（亿元）及复合增速 .....	8
图 14：中国湿巾零售市场规模（亿元）及增速 .....	8
图 15：胶原蛋白三螺旋结构及其生物活性表现 .....	9
图 16：胶原蛋白特性 .....	9
图 17：胶原蛋白的应用领域及 2021 年终端市场规模 .....	10
图 18：2017-2027 年中国胶原蛋白产品市场技术路径市场规模细分（按零售额计：亿元） .....	11
图 19：公司湿巾产品矩阵 .....	12
图 20：膜类产品与湿巾产品前端混料和灌装工艺类似 .....	12
图 21：公司湿巾及面膜产能 .....	13
图 22：公司湿巾及面膜产能利用率 .....	13
图 23：公司拥有高新技术企业等多项认证 .....	14
图 24：公司核心技术产品收入占比超 95% .....	14

图 25: 公司质控体系获多项国际认证 .....	15
图 26: 公司客户矩阵.....	15
图 27: 公司前五大客户销售额及占比 .....	15
表 1 : 公司高管情况 .....	5
表 2: 动物源提取法与基因工程法对比.....	10
表 3 : 公司 IPO 募投项目情况.....	12
表 4 : 公司核心生产工艺 .....	14
表 5 : 公司核心客户合作情况.....	16
表 6 : 创健医疗申请发明专利.....	17
表 7 : 洁雅股份收入预测表 .....	18
表 8 : 可比公司估值 .....	18

## 1. 公司介绍：国内湿巾制造领先企业，持续布局化妆品业务

**国内湿巾制造领先企业，持续布局化妆品业务。**1999年公司前身铜陵市洁雅航空用品有限公司成立，2008年公司更名(股改)为铜陵洁雅生物科技股份有限公司，2021年12月3日公司成功登录深交所创业板，成为第一家国内创业板上市的湿巾企业；公司主营湿巾产品的研发、生产和销售，是国内产品系列最全，品类最丰富的功能性湿巾制造商。经过二十多年的发展，公司在湿巾产品的研发和生产等方面拥有深厚的技术积累和行业经验，产品涵盖婴儿系列、成人功能系列、抗菌消毒系列、家庭清洁系列、医用护理系列和宠物清洁系列等六大系列60多个品种。公司主要采取ODM/OEM的模式为Woolworths、金佰利集团、强生公司、欧莱雅集团、利洁时集团、3M、贝亲等世界知名企业生产湿巾类产品。同时，公司为满足客户需求，逐步拓展化妆品业务，成为公司业务新增长曲线。2023年公司与创健医疗设立合资子公司开发医用敷料类产品，布局医用敷料，共同开拓胶原蛋白应用市场。

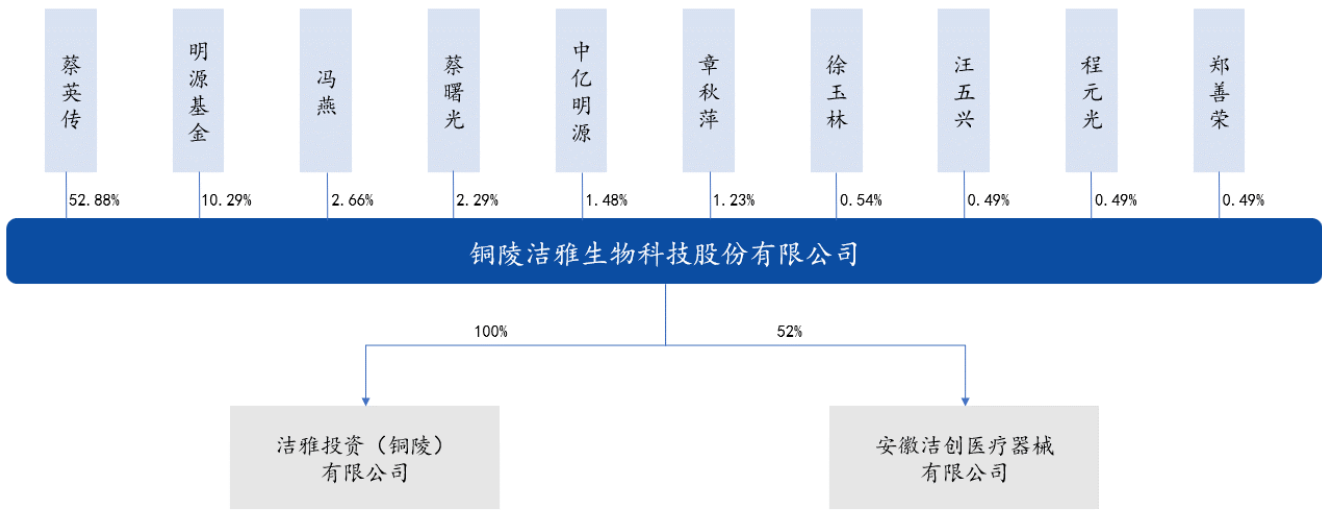
图 1：洁雅股份发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

**公司实控人蔡英传、冯燕夫妇合计持股 55.54%**。股权方面公司董事长兼总经理蔡英传持有公司 52.88%股权，公司董事冯燕持有公司 2.66%股权，夫妇合计持有公司 55.54%股权；东明源基金及一致行动人中亿明源合计持有 11.77%。公司高管大多 2000 年前后加入公司，管理经验丰富。

图 2：铜陵洁雅股权结构图（截至 2023 年 3 月 22 日）



资料来源：天眼查，招股说明书，国元证券研究所

表 1：公司高管情况

姓名	年龄	职务	经历与成就
蔡英传	53	董事长、总经理	曾荣获安徽省优秀民营企业家、安徽省五一劳动奖章、铜陵市五一劳动奖章、铜都劳动奖章等多项荣誉。1996 年 6 月-1999 年 8 月任铜陵市洁雅航空旅游用品厂经理。1998 年 8 月创立洁雅有限任总经理、执行董事。2008 年 12 月至今任公司董事长。2014 年 3 月至今任公司总经理。
叶英	46	董事、副总经理	1997 年 9 月至 2000 年 10 月任职于铜百集团企管处进出口贸易部。2000 年 11 月至今历任洁雅有限、洁雅股份营销部经理、销售总监。2016 年 5 月至今任公司董事、副总经理
冯燕	49	董事	1993 年 7 月至 1996 年 6 月任铜陵市博发纸业业有限公司出纳。1996 年 6 月至 1999 年 8 月任铜陵市洁雅航空旅游用品厂财务。1999 年 8 月至 2008 年 11 月任洁雅有限财务部经理。2008 年 12 月至今任公司董事。
袁先国	53	董事	1992 年 7 月至 2004 年 3 月任铜化集团化工总厂化机厂车间职工。2004 年 4 月至今历任洁雅有限、洁雅股份综合部长、行政部经理、行政总监。2008 年 12 月至今任公司董事。
胡能华	55	董秘、副总经理	1999 年 8 月至 2003 年 6 月历任洁雅有限销售经理、采购经理。2008 年 4 月至 2008 年 12 月任洁雅有限总经理助理。2008 年 12 月至今任公司董秘。2016 年 5 月至今任公司副总经理。

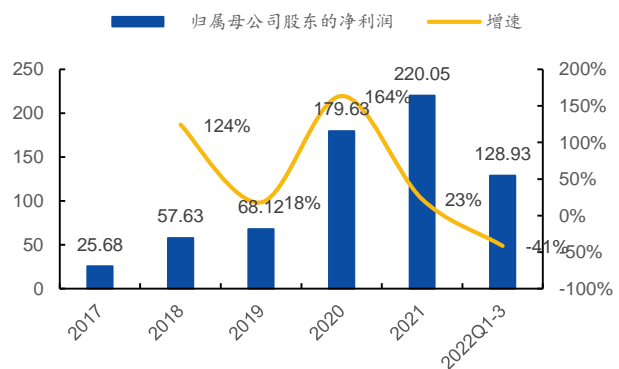
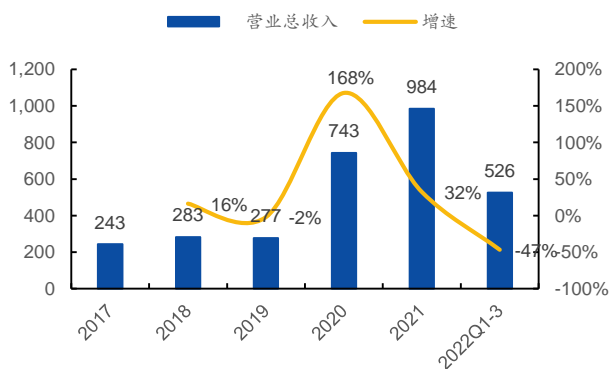
资料来源：招股说明书，天眼查，国元证券研究所

## 2. 财务分析：业绩受消毒湿巾需求变化有所波动，净利润率持续提升

湿巾需求增长特别是疫后消毒湿巾需求爆发带动公司收入业绩增长。2017-2021 公司营收和归母净利润总体保持高速增长态势，CAGR 分别为 41.86%/71.09%，主要受到湿巾市场需求增长带动，特别是 2020 年之后受新冠疫情影响下消毒湿巾的需求爆发，2022Q1-3 公司营收和净利润分别-46.61%/-41.41%，主要系消毒类产品销量大幅减少所致。其中 2020/2021/2022H1 消毒湿巾销售分别达到 3.23 亿/5.35 亿/9782.69 万，波动较大，2023 年湿巾需求逐渐稳定。

图 3：2017-2022Q1-3 公司营收（百万元）及增速

图 4：2017-2022Q1-3 公司归母净利润（百万元）及增速



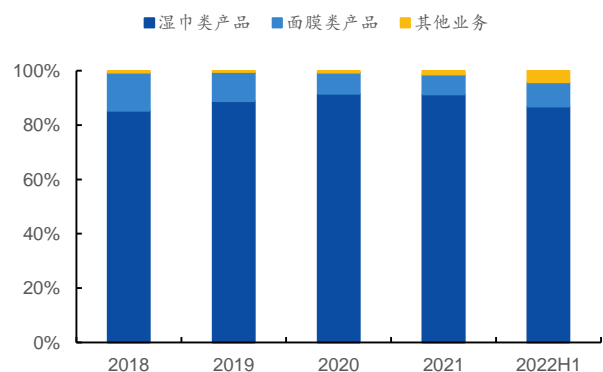
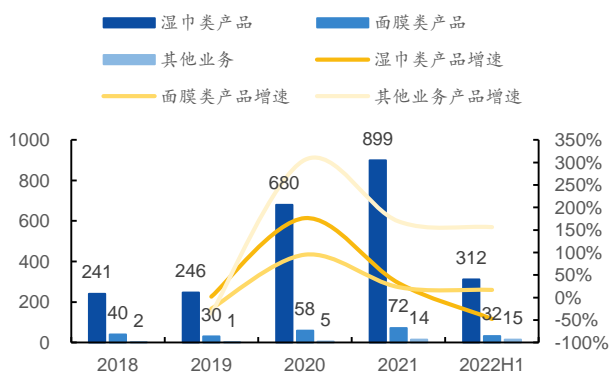
资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

湿巾类产品占主导，面膜类产品稳健增长。分产品来看，公司湿巾类产品销售占比较高，2021 年湿巾/面膜收入分别为 8.99 亿元/7168.36 万元。2022H1 公司湿巾类产品/面膜类产品/其他业务占比分别为 86.75%/8.94%/4.31%，增速分别为 -47.40%/16.90%/156.21%。

图 5：2018-2022H1 洁雅股份分产品收入（百万元）

图 6：2018-2022H1 洁雅股份分产品占比 (%)



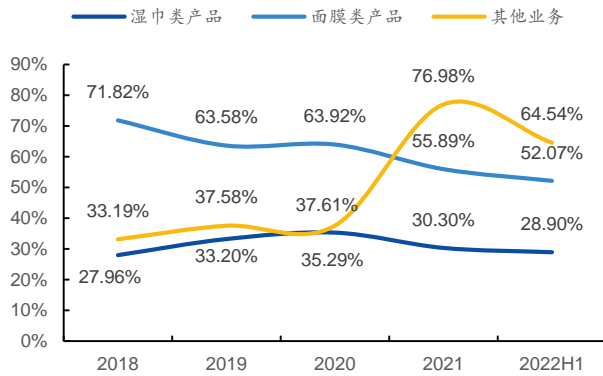
资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所



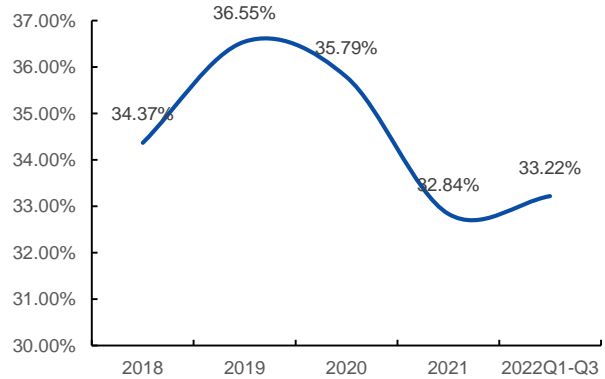
毛利率方面，面膜类产品毛利率较高，2022H1 为 52.07%，湿巾类毛利率则在 30% 左右，2022H1 为 28.90%，公司 2022 前三季度综合毛利率 33.22%。

图 7：洁雅股份分业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

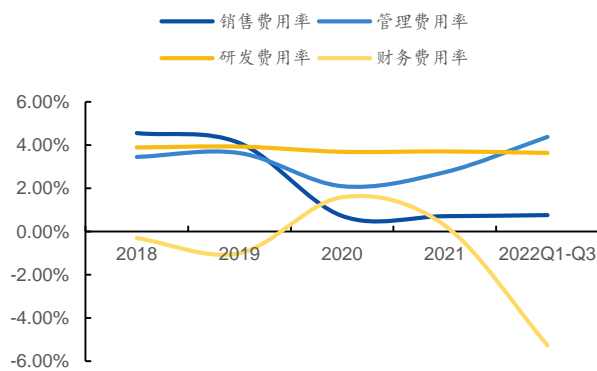
图 8：洁雅股份毛利率水平（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

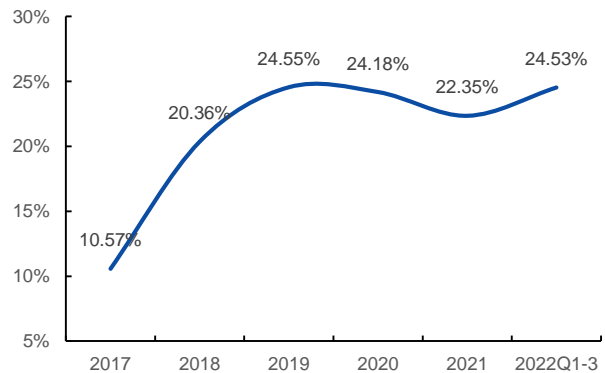
费用方面，公司 2022 年前三季度销售/管理/研发/财务费用分别为 0.76%/4.38%/3.63%/-5.27%，净利润率 24.53%。公司销售费用率持续维持在相对较低水平，2020 年销售费用率大幅下降主要系公司执行新收入准则，将与合同履行相关的运输费、货运代理费重分类至“营业成本”核算所致。2022Q1-Q3 销售费用率为 0.76%。管理费用率近年来有所上升，2022Q1-Q3 为 4.38%。研发费用率近年来一直维持在 3.5% 以上，2022Q1-Q3 为 3.36%。财务费用方面，在利息收入和汇兑收益的带动下，2022Q1-Q3 财务费用率为 -5.27%。公司整体费用控制良好，销售净利率持续提升，2022Q1-Q3 达到 24.53%。

图 9：2018-2022H1 洁雅股份期间费用率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 10：2017-2022Q1-3 洁雅股份销售净利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

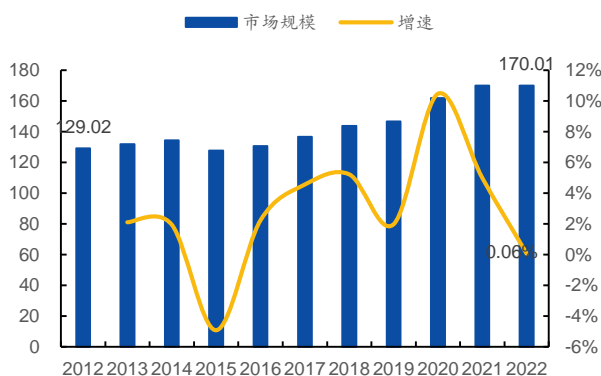
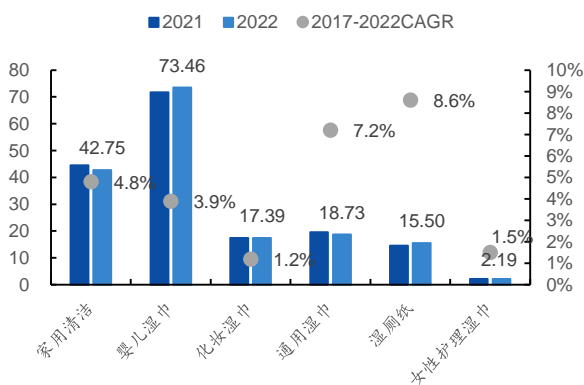
### 3. 行业分析：湿巾市场稳步增长，重组胶原蛋白潜力巨大

#### 3.1 湿巾市场：国内市场发展迅速，湿厕纸增速领先

全球湿巾零售市场规模 170 亿美金，整体稳健。湿巾最早出现于上个世纪 60 年代欧美国家，经过多年的发展，湿巾在欧美发达国家已经成为人们普遍使用的日用消费品。湿巾种类繁多，主要分为家用清洁湿巾和个人护理湿巾两大类，其中个人护理湿巾包括：通用型湿巾、婴儿湿巾、化妆湿巾、湿厕纸、女性护理湿巾。2022 年全球湿巾零售市场规模达到 170.01 亿美元，过去十年复合增速 2.80%。

图 11：全球湿巾分产品市场规模（亿美元）及复合增速

图 12：全球湿巾零售市场规模（亿美元）及增速



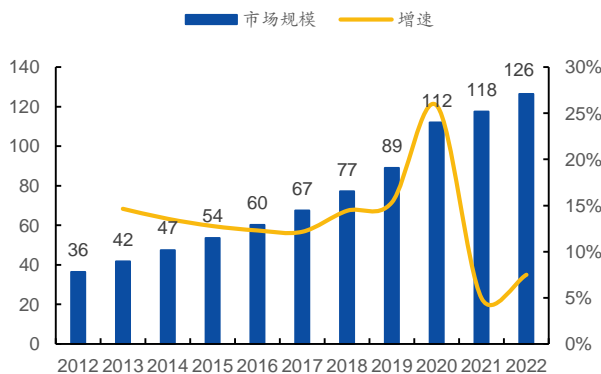
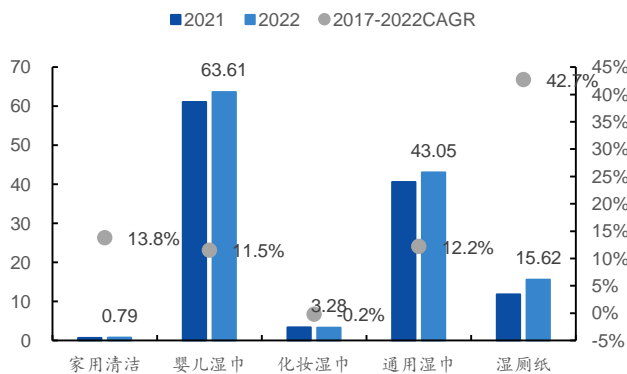
资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

国内湿巾市场快速发展，婴儿湿巾占比最大，湿厕纸则增速领先。20 世纪 80 年代末是我国湿巾的启蒙阶段。当时，只有少数工厂生产湿巾，湿巾产品生产成本较高，主要用于商用环境，21 世纪初期是我国湿巾行业迎来发展期，SARS、H1N1 流感病毒、新型冠状病毒等疫情的相继爆发，带动湿巾产品的使用范围日趋扩大，同时湿巾的新品类也不断涌现。2022 年中国湿巾市场规模 126.35 亿元，过去十年复合增速 13.23%。品类上来看，婴儿湿巾目前最大的细分品类，而增速上来看湿厕纸 2017-2022 复合增速高达 42.7%，领先湿巾行业。

图 13：中国湿巾分产品市场规模（亿元）及复合增速

图 14：中国湿巾零售市场规模（亿元）及增速



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

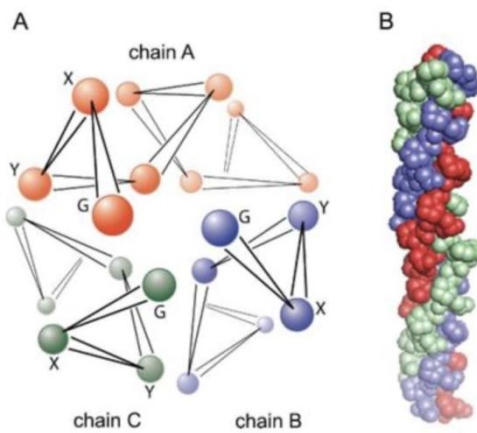


### 3.2 胶原蛋白行业：新技术引领行业发展，颜值经济应用前景可观

胶原蛋白是人体中含量最多的蛋白质，基于其优势的生物特性应用领域广泛。胶原蛋白是哺乳动物体内含量最多、分布最广的功能性蛋白，至少有 28 种不同的类型，占人体蛋白质总量的 25-30%，由成纤维细胞、成骨细胞、成软骨细胞分泌而成，主要承担机体结构支撑功能。结构上，由 3 条肽链交互缠绕形成三螺旋结构，众多胶原大分子又可彼此并排形成纤维相互交联的结构，使最终产物具备较高机械强度。胶原蛋白具备高拉伸强度、生物降解性能、低抗原活性、低刺激性、低细胞毒性以及作为人工器官骨架或创伤敷料时促进细胞生长、促进细胞粘附、与新生细胞和组织协同修复创伤等特性，这让胶原成为一种适用范围广泛的生物医用材料，目前已应用在敷料、人工器官再生医学、组织工程、生物护肤等领域。

图 15：胶原蛋白三螺旋结构及其生物活性表现

图 16：胶原蛋白特性



胶原蛋白							
在人体内的作用				基本特性			
维持皮肤与肌肉的弹性	增强钙质与细胞结合	联结骨骼与肌肉	保持眼角膜透明	止血修复	生物相容性	生物可降解性	低免疫原性

资料来源：创尔生物招股书，国元证券研究所

资料来源：创尔生物招股书，国元证券研究所

主流的胶原蛋白提取和制备方法包括动物源提取和基因工程法两大类，动物源提取相对成熟，但存在一定限制，以基因工程技术生产重组胶原蛋白为目前学界及业界研究的重点。动物源胶原蛋白的提取主要通过酸法和酶法进行产业化制备，成本相对较低，但同时具备一定局限性：(1) 存在动物源疾病感染风险；(2) 异体胶原蛋白可能导致免疫排斥或过敏反应；(3) 产能限制；(4) 提取物往往是不同分子量胶原蛋白的混合物，纯度难以把控，延伸应用受限；(5) 动物源性胶原蛋白变性温度为 40 度，储存运输难度大。以基因工程技术生产重组胶原蛋白为目前学界及业界研究的重点。重组胶原蛋白是通过基因工程技术，将人体胶原蛋白基因进行特定序列设计、酶切和拼接、连接载体后转入工程细胞，通过发酵表达生产胶原蛋白。该方法得到的产物具有安全性好、加工性强、质量稳定等优点，但技术难点在于如何实现菌种、酶种的高密度表达、保证生物活性以及对重组蛋白的分离纯化。

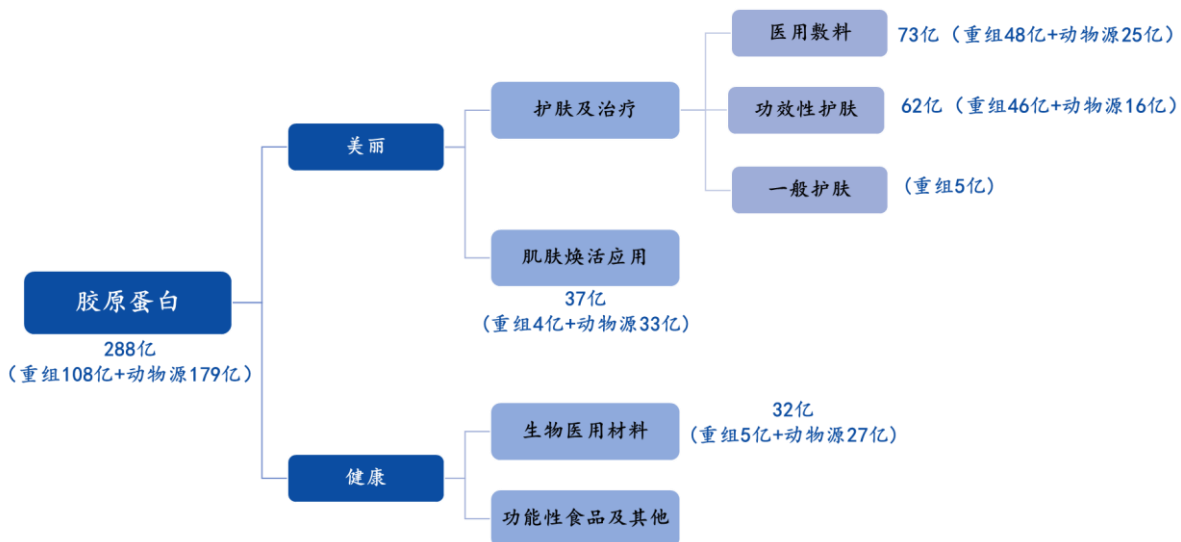
表 2：动物源提取法与基因工程法对比

来源	原理	优点	缺点	代表企业
动物源提取	主要提取方式有热水提法、酸提法、碱提法、酶提法、复合法等	工艺较为成熟，门槛和成本较低，可得到活性较好的提取物	可能导致免疫排斥和过敏反应；纯度难以把控；储存运输难度等	多数企业采用，例如创尔生物、昊海生科
基因工程法	基于天然胶原蛋白的原始基因序列，筛选优化出其中水溶性强、生物活性高的核心功能区，对其进行密码子优化和拼接重组后转入工程细胞，通过发酵表达生产胶原蛋白	具有较好的可加工性（如水溶性和乳化特性），质量可控，排异反应小，安全性高	重组胶原蛋白的生物活性	少数企业采用，例如陕西巨子、山西锦波

资料来源：创尔生物招股书，锦波生物招股书，巨子生物招股书，国元证券研究所

需求端来看，胶原蛋白应用领域主要包括健康、美丽两大部分，整体市场规模 288 亿。1) 美丽领域：嫩肤及治疗，包括一般嫩肤和属于专业皮肤护理的功效性嫩肤和医用敷料，以及肌肤焕活应用（非手术类医美项目）；(2) 健康领域：因胶原蛋白止血和细胞再生等作用，下游应用还包括生物医用材料，同时胶原蛋白亦可应用于功能性食品，常见的产品包括胶原蛋白饮料和胶原蛋白粉。

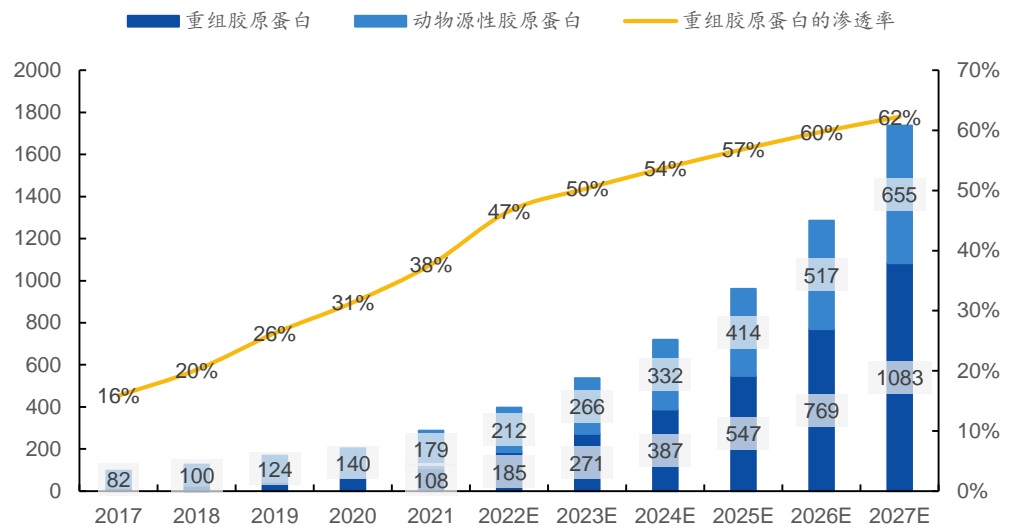
图 17：胶原蛋白的应用领域及 2021 年终端市场规模



资料来源：巨子生物公司公告，弗若斯特沙利文，国元证券研究所

重组胶原蛋白（基因工程提取）作为新技术方向受益于安全性、可大规模生产以及易储存运输等特性，有望逐渐成为胶原蛋白市场的主导方向。因终端应用场景丰富且各细分市场均有较大发展前景，我国胶原蛋白市场快速扩张。其中，重组胶原蛋白相较于传统动物源胶原蛋白，具备高安全性、无免疫抗性、大规模低成本生产、更易运输储存等优势。根据弗若斯特沙利文，我国胶原蛋白市场规模 2021 年 288 亿元，预计 2027 年增长至 1738 亿元，其中，重组胶原蛋白产品的市场规模 2017-2021 年从 15 亿元增至 108 亿元，复合增速高达 63%，预计 2027 年增长至 1083 亿元，占整个胶原蛋白市场比重将由 37.7% 增长至 2027 年的 62.3%，未来预计主导胶原蛋白市场。

图 18: 2017-2027 年中国胶原蛋白产品市场技术路径市场规模细分 (按零售额计: 亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国元证券研究所

## 4. 湿巾制造领先企业，切入化妆品赛道布局重组胶原蛋白

### 4.1 湿巾业务稳步增长，化妆品贡献第二增长曲线

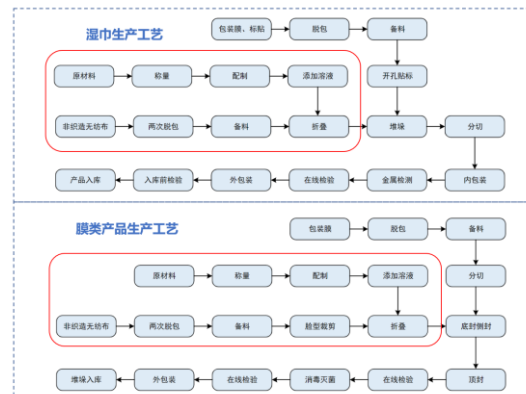
公司是湿巾制造领军企业，出口量多年位列行业前五。公司专注于湿巾类产品研发、生产与销售二十余载，主要采取 ODM/OEM 的模式为利洁时、强生、欧莱雅、宝洁等国际知名品牌代工。现有湿巾类产品涵盖婴儿系列、成人功能系列、抗菌消毒系列、家庭清洁系列、医用护理系列和宠物清洁系列等六大系列 60 多个品种。根据中国造纸业协会数据，2015-2019 年，公司稳居全国擦拭巾/湿巾生产商和品牌前五。

化妆品业务持续扩充，有望拉动第二增长曲线。公司自 2018 年起为欧莱雅旗下“理肤泉”、“卡尼尔”等品牌代工面膜类产品，包括面膜、手足膜、眼膜、唇膜。膜类产品与湿巾产品前端混料和灌装工艺类似，具备供应链协同效应。公司立足膜类产品进军化妆品市场，布局乳霜、洗护类产品，有望借助下游优质客户资源打开增长空间。

图 19：公司湿巾产品矩阵



图 20：膜类产品与湿巾产品前端混料和灌装工艺类似



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

IPO 募投增拓版图，加强技术创新。2021 年 11 月，公司通过公开发行股票的方式募集 11.63 亿元资金用于多功能湿巾扩建项目、技术研发中心升级项目和仓储智能化改造项目建设。受疫情影响，募投项目实施进度有所推迟，预计于 2024 年 12 月达到预定可使用状态。

表 3：公司 IPO 募投项目情况

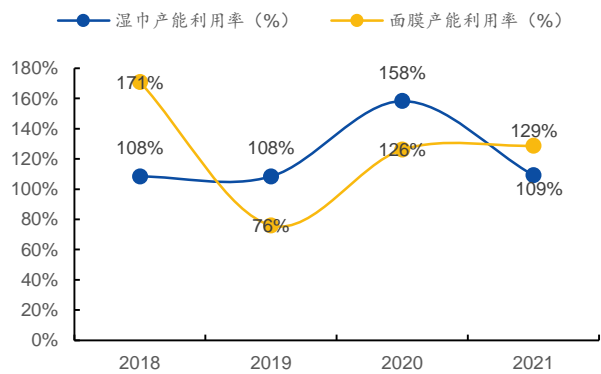
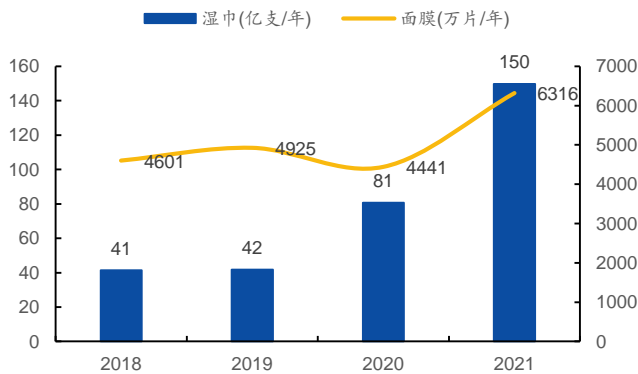
募投项目名称	募集资金总额 (万元)	预计达到可 使用状态日期	与公司现有业务的关系
多功能湿巾扩建项目	21092.11	2024 年 12 月	在公司现有的湿巾生产和研发技术的基础上，针对目前快速增长的湿巾市场需求，开发产品功效、扩充公司产能，持续提升公司在该行业中的竞争力
技术研发中心升级项目	10383.52	2024 年 12 月	通过对公司现有技术研发中心进行升级扩建，对行业前沿技术进行深入研究，进一步提升新产品和新技术研发实力，为湿巾产品的技术升级与新产品开发提供技术支持
仓储智能化改造项目	6099.16	2024 年 12 月	通过对公司现有原材料、成品仓库进行智能化改造，扩大仓储容量，提升仓储能力，并有效节约仓储运营成本，提升仓储的智能化运营管理能力

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

产能利用率维持高位，扩产突破生产瓶颈。产能方面，截至 2021 年公司拥有湿巾类产品产能 150 亿片，面膜类产品 6316 万片；湿巾类产品和面膜类产品在建产能分别为 45 亿片和 2436 万片，年产 3000 吨天然护理项目于 2022H1 顺利竣工。产能利用方面，2021 年公司湿巾及面膜产能利用率分别为 109%/129%，处于较高水平。随着新产能集中释放，公司将有效突破现有产能瓶颈，进一步提升订单承接能力。

图 21：公司湿巾及面膜产能

图 22：公司湿巾及面膜产能利用率



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

成立上海分公司及研发中心，双基地布局赋能化妆品研发销售。2023 年 2 月，公司在上海成立分公司作为化妆品研发和销售的前端窗口。此外，公司拟在上海成立研发中心，利用上海前沿的信息和人才优势赋能化妆品配方研发，与铜陵研发中心形成双基地格局，预计于 2024 年年底完成建设。依托上海分公司以及“铜陵+上海”双研发中心，公司打通了由前端产品开发到成果转化到下游市场推广全链路，为化妆品业务开拓奠定了良好的基础。

#### 4.2 技术研发及质控优势明显，深度绑定下游核心客户

深耕高端湿巾领域多年，技术积累深厚。公司是国家高新技术企业、安徽省创新型企业，参与制定国家标准《湿巾 GB/T27728-2011》并独立承担安徽省地方标准《抗菌擦拭布（DB34/T1294-2010）》的起草工作。截至 2022H1，公司在湿巾产品技术领域拥有 6 项发明专利，25 项实用新型专利，2 项外观设计专利，掌握湿巾溶液配方、生产工艺等多项非专利技术，拥有完善的质控体系。目前公司核心技术已应用至各类产品，截至 2022H1 核心技术产品收入占营业收入的比例超 95%。

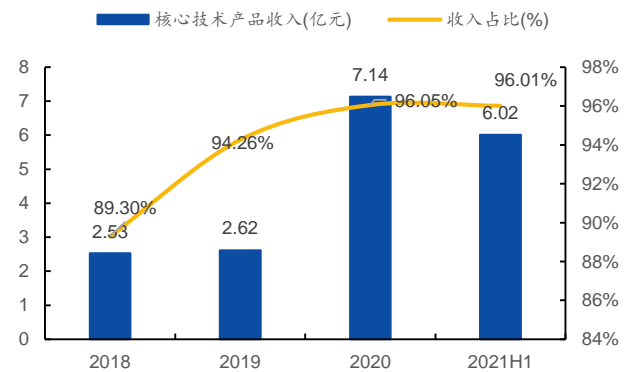


图 23：公司拥有高新技术企业等多项认证



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 24：公司核心技术产品收入占比超 95%



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

**溶液配方：湿巾生产核心技术，公司具备定制开发优势。**溶液配方是湿巾生产的核心技术。由于涉及精细化工、微生物、医学、毒理学等专业，加之湿巾、面膜产品与人体皮肤直接接触，其溶液配方需要通过严格的原料安全性评估、毒理学评估、防腐挑战以及配方稳定性测试，相关技术存在高壁垒。公司依靠长期的经验积累和持续的研发投入，掌握溶液配方定制开发技术，能够根据行业发展的前沿趋势及客户的需求，为客户个性化定制开发溶液配方，得到包括 Woolworths 在内的众多客户的认可，具备较强竞争优势。

**生产工艺：建立标准 GMP 生产车间，自主开发多项核心工艺。**公司按照 GMP 标准和要求建设洁净车间和设施，从日本、意大利、美国等引入先进生产线。同时，公司依靠二十多年湿巾类产品研发、生产经验积累，自主研发了新型乳液配方混料工艺技术、溶液灌装技术等创新工艺，并引入智能设备对生产线进行信息化改造，进一步优化产品质量，提高生产效能。

表 4：公司核心生产工艺

核心技术名称	来源	主要内容	应用产品
“零防腐”溶液配方技术	自主研发	该配方具有广谱抗菌活性，低 MIC 值，温和抑菌防腐的同时还能滋润肌肤等优点	婴儿湿巾
“纯水”溶液配方技术	自主研发	该配方增加纯化水含量，并减少化学物质的添加，保持湿巾产品功效的同时提高产品的安全性	婴儿湿巾
新型乳液配方混料工艺技术	自主研发	该工艺技术能够提高有效活性成分的稳定性及效力，在满足湿巾功能性的同时，确保湿巾使用起来清爽不粘腻	各类湿巾
溶液灌装技术	自主研发	该工艺技术通过精确设计并构建整套加液导向装置，解决湿巾生产过程中加液不均匀的现象，从而提高产品质量	各类湿巾

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

**质量控制：质控体系获多项国际认证，严格把关产品质量。**公司依据国际公认的 ISO 质量管理体系、英国零售商协会 BRC 全球消费品标准认证体系、GMPC 化妆品良好生产规范体系等建立了完善的质量管理体系并通过美国食品药品监督管理局 FDA 注册认证、HALAL 清真认证、美国环境保护署 EPA 注册认证、FSC 森林管理体系认



证、环境管理体系（ISO14001）等多项国际认证。公司设立质量部每年对质量管理体系实行内部审查，并定期对质量管理体系的适宜性、有效性作出评审与持续改善，从而有效保证产品质量，为深入拓展与国际大型品牌的合作关系奠定坚实基础。

图 25：公司质控体系获多项国际认证



资料来源：公司官网，国元证券研究所

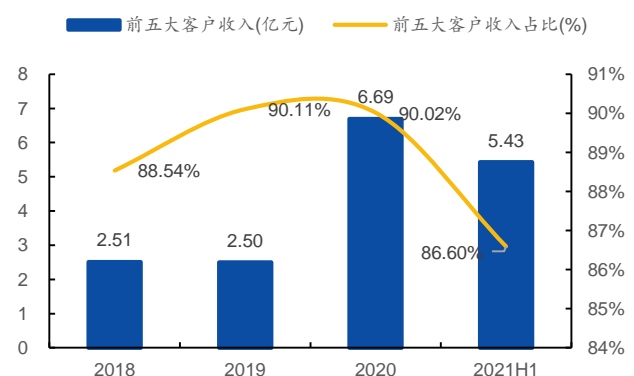
客户资源优质，合作关系长期且稳定。公司 2009 年起凭借良好的产品质量以及技术研发能力先后成为利洁时集团、高乐氏公司、Woolworths、欧莱雅、强生公司、宝洁公司、3M、贝亲等世界知名企业及国内 Babycare、伽蓝集团的供应商，建立了长期稳定的合作关系。2021H1 利洁时、Woolworths、高乐氏、强生、金佰利、欧莱雅收入占比分别为 55.6%/11.4%/7.6%/6.6%/5.5%/3.1%，前五大客户收入 5.43 亿元，占比 86.60%

图 26：公司客户矩阵



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 27：公司前五大客户销售额及占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

**表 5：公司核心客户合作情况**

客户名称	基本情况	合作起始	业务合作范围	销售及生产模式
利洁时	成立于 1823 年，全球知名快消企业，旗下品牌包括滴露、美赞臣、杜蕾斯。	2020	Lysol 等品牌湿巾	外销 OEM
Woolworths	成立于 1924 年，澳大利亚和新西兰著名连锁超市集团。	2009	Azure、Dymples、Little One's、Select、Strike、Woolworths、Voeu 等品牌湿巾和 Voeu 品牌面膜	外销 ODM
金佰利	成立于 1872 年，全球健康卫生护理领域的领导者。	2012	舒洁、好奇及皇冠等品牌湿巾	内销加工业务模式
强生	成立于 1886 年，是全球最具综合性、业务分布范围广泛的医疗健康企业之一。	2016	强生、露得清、艾维诺品牌湿巾和手足膜	外销手足膜类产品采用 ODM，其余为 OEM，内销产品均为 OEM
欧莱雅	成立于 1907 年，是世界著名的化妆品生产厂商。	2013	2018 年前为美即品牌面膜、2018 年后为理肤泉、卡尼尔等品牌面膜	外销主要为加工业务，少量面膜产品为 OEM 模式
高乐氏	成立于 1913 年，美国知名家庭用品制造商，旗下品牌包括高乐氏、派素等。	2021	Clorox 等品牌湿巾	外销 OEM
贝咖实业	成立于 2019 年，致力于提供优质的母婴产品和专业的母婴护理指导，旗下拥有 Babycare 母婴用品品牌。	2019	Babycare 品牌湿巾	内销 ODM

资料来源：国元证券研究所

**下游客户实力雄厚，有望持续赋能公司湿巾存量业务及化妆品增量业务。**在湿巾业务方面，公司核心客户均为国际知名日化品龙头，行业地位稳固，产品较为畅销，采购需求量较大。出于质控需求外资品牌商与代工厂商间合作关系普遍较为稳定，为公司湿巾业务订单来源提供一定保障。在化妆品业务方面，公司已通过为欧莱雅代工膜类进入其化妆品供应链，洗护产品目前处于产能爬坡阶段。公司其余客户如强生等旗下拥有多个知名化妆品品牌。在大客户加持下公司有望顺利拓展化妆品销售渠道，实现快速起量。

### 4.3 成立合资公司，切入胶原蛋白赛道

**携手创健医疗成立合资公司，布局胶原蛋白。**2022 年 12 月公司与创健医疗共同投资设立安徽洁创医疗器械有限公司，开展医用敷料类相关产品业务，主要从事二类医疗器械生产、三类医疗器械生产和经营、卫生用品和一次性使用医疗用品生产。公司注册资本 500 万元，其中公司认缴出资 260 万元，占比 52%；创健医疗认缴出资 240 万元，占比 48%。

**创健医疗深耕重组胶原蛋白赛道，研发创新和产业化优势显著。**创健医疗成立于 2015 年，聚焦重组胶原基生物材料的研发生产，先后实现了重组 I、II、III、XVII 型、小分子胶原蛋白的规模化生产，医用级原料产能近 2.5 吨/年。其中 XVII 型胶原蛋白于今年年初被国际化妆品原料目录收入。目前创健医疗已拥有 5 项授权重组胶原蛋白核心序列专利，获批重组胶原蛋白二类医疗器械产品注册证 36 张，在研三类医疗器械管线 10 余个，其中已有 5 个产品进入临床试验阶段，研发生产竞争优势明显。

**表 6：创健医疗申请发明专利**

专利号	发明名称	申请日	授权公告日
2013100332996	基因重组人胶原蛋白	2013/01/29	2014/04/30
2019104227360	微针贴片及其制备方法	2019/05/21	
2019105659145	水凝胶、制备方法和冻干支架	2019/06/26	
201910565915X	接枝产物及其制备方法	2019/06/26	
2019110880250	毕赤酵母生产重组人源 II 型胶原蛋白单链的方法	2019/11/08	2021/04/06
2019110931248	重组人源 III 型胶原蛋白 α1 链及其应用	2019/11/11	2021/02/26
2019111359580	酵母重组人源 I 型胶原 α1 链蛋白、合成方法及其应用	2019/11/19	
2020100167630	一种球形化妆品冻干泡及其制备方法	2020/01/08	2021/02/26
2020106129261	烷基膦酰基改性胶原材料及制备方法、改性胶原、应用	2020/06/30	2022/05/17
2021116128433	酵母重组人源 I 型三螺旋胶原蛋白及其制备方法	2021/12/27	
2021116128490	酵母重组人源 III 型三螺旋胶原蛋白及其制备方法	2021/12/27	
2022109332346	一种巴斯德毕赤酵母发酵溶胞物滤液、制备方法及应用	2022/08/04	

资料来源：CNIPA，国元证券研究所

**产业链优势互补，械字号业务未来可期。**创健医疗专注于重组胶原蛋白的研发、设计与原料生产制造，已有多个产品获批，在原料生产端具备强大的研发与产业化落地能力；公司在产品开发生产以及下游市场推广和客户关系维护等方面具备优势。双方优势互补，完善胶原蛋白从研发、生产到产品开发、营销推广的产业布局，有望快速推进重组胶原蛋白产品落地及销售，为已有妆字号产品形成补充，提升化妆品业务整体竞争力，构造业务增长第二曲线。

## 5. 盈利预测及投资建议

基本假设：

- (1) 2022-2024 年湿巾产品营收分别达 5.69/5.69/6.38 亿元；
- (2) 面膜类产品营收分别达到 0.86/1.58/2.34 亿元；
- (3) 其他产品营业收入分别为 0.36/0.71/0.92 亿元。

表 7：洁雅股份收入预测表

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万）	984.45	690.22	797.63	964.94
增速	32.49%	-29.89%	15.56%	20.98%
湿巾业务				
收入	898.55	568.65	569.01	638.11
增速	32.23%	-36.71%	0.06%	12.14%
面膜业务				
收入	71.68	86.02	157.53	234.41
增速	23.13%	20%	83%	49%
其它产品				
收入	14.22	35.55	71.09	92.42
增速	169.04%	150%	100%	30%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司是国内领先的湿巾生产企业，技术积淀深厚，客户资源优质。公司立足湿巾业务切入化妆品赛道，2023 年公司进一步携手创健医疗布局重组胶原蛋白，带动新增长曲线。我们预计 2022-2024 年公司实现营业收入 6.90/7.98/9.65 亿元，实现归母净利润 1.64/1.91/2.28 亿元，EPS 为 2.02/2.36/2.81 元，对应 PE 为 20/17/15x，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值（截至 2023 年 3 月 22 日）

公司代码	公司名称	2023PE
300955.SZ	嘉亨家化	16.95
603059.SH	倍加洁	18.25
6993.HK	巨子生物	36.86
	平均 PE	24.02

资料来源：wind，国元证券研究所

注：可比公司估值，采取 wind180 日一致预期

## 6.风险提示

行业竞争加剧的风险，化妆品业务拓展不及预期的风险，项目投产进度不及预期的风险，行业政策监管的风险

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	605.26	1742.66	1789.39	1961.17	2187.90
现金	321.35	1415.56	1519.14	1660.68	1835.24
应收账款	155.42	161.97	161.22	171.67	197.35
其他应收款	0.01	0.42	0.00	0.00	0.00
预付账款	12.30	5.49	9.80	10.60	11.92
存货	101.31	142.63	90.90	108.15	130.93
其他流动资产	14.87	16.59	8.34	10.06	12.46
<b>非流动资产</b>	253.23	309.87	335.78	359.08	379.32
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	158.89	238.98	282.12	300.96	317.95
无形资产	30.30	29.42	30.43	31.82	32.42
其他非流动资产	64.05	41.47	23.24	26.30	28.95
<b>资产总计</b>	858.50	2052.53	2125.17	2320.25	2567.22
<b>流动负债</b>	382.81	291.39	259.55	293.35	353.99
短期借款	45.03	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	131.26	132.97	100.77	117.67	145.04
其他流动负债	206.52	158.42	158.78	175.67	208.96
<b>非流动负债</b>	34.13	67.70	68.75	68.98	68.32
长期借款	5.25	5.49	5.74	5.98	6.23
其他非流动负债	28.88	62.21	63.01	62.99	62.09
<b>负债合计</b>	416.94	359.10	328.30	362.33	422.31
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	60.91	81.21	81.21	81.21	81.21
资本公积	1.77	1013.30	1013.30	1013.30	1013.30
留存收益	378.87	598.92	702.36	863.42	1050.40
归属母公司股东权益	441.55	1693.43	1796.87	1957.93	2144.91
<b>负债和股东权益</b>	858.50	2052.53	2125.17	2320.25	2567.22

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	187.56	200.18	196.81	213.37	261.88
净利润	179.63	220.05	164.34	191.39	228.18
折旧摊销	16.79	28.63	33.57	41.08	48.37
财务费用	11.76	2.68	-15.87	-17.25	-19.03
投资损失	0.00	0.00	-2.50	-3.68	-1.89
营运资金变动	24.82	-61.83	39.76	1.16	6.52
其他经营现金流	-45.45	10.65	-22.50	0.67	-0.27
<b>投资活动现金流</b>	-98.20	-77.47	-44.42	-59.32	-65.81
资本支出	103.20	72.59	70.00	60.00	65.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	5.00	-4.88	25.58	0.68	-0.81
<b>筹资活动现金流</b>	36.50	987.26	-48.81	-12.50	-21.51
短期借款	45.03	-45.03	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
普通股增加	30.45	20.30	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-21.32	1011.53	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-17.91	0.21	-49.06	-12.74	-21.75
现金净增加额	119.69	1106.35	103.58	141.54	174.56

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	743.01	984.45	690.22	797.63	964.94
营业成本	477.09	661.20	461.59	523.28	630.99
营业税金及附加	3.40	7.13	4.90	5.36	6.69
营业费用	5.35	6.96	5.52	7.98	9.65
管理费用	15.52	26.99	29.68	39.88	48.25
研发费用	27.36	36.38	25.54	29.51	35.70
财务费用	11.76	2.68	-15.87	-17.25	-19.03
资产减值损失	-0.75	-1.82	-1.55	-1.50	-1.57
公允价值变动收益	0.00	1.20	0.60	0.70	0.75
投资净收益	0.00	0.00	2.50	3.68	1.89
<b>营业利润</b>	206.87	249.84	187.62	218.64	260.84
营业外收入	0.80	2.52	1.75	1.85	1.93
营业外支出	0.60	0.51	0.46	0.50	0.49
<b>利润总额</b>	207.06	251.85	188.90	219.98	262.28
所得税	27.43	31.81	24.56	28.60	34.10
<b>净利润</b>	179.63	220.05	164.34	191.39	228.18
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	179.63	220.05	164.34	191.39	228.18
EBITDA	235.42	281.15	205.32	242.47	290.18
EPS (元)	2.95	2.71	2.02	2.36	2.81

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	167.82	32.49	-29.89	15.56	20.98
营业利润(%)	167.60	20.77	-24.91	16.53	19.30
归属母公司净利润(%)	163.69	22.50	-25.31	16.45	19.23
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	35.79	32.84	33.12	34.40	34.61
净利率(%)	24.18	22.35	23.81	23.99	23.65
ROE(%)	40.68	12.99	9.15	9.77	10.64
ROIC(%)	100.12	69.22	44.50	49.46	57.63
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	48.57	17.50	15.45	15.62	16.45
净负债比率(%)	12.06	3.02	2.16	2.11	1.97
流动比率	1.58	5.98	6.89	6.69	6.18
速动比率	1.32	5.48	6.54	6.31	5.81
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.19	0.68	0.33	0.36	0.39
应收账款周转率	6.48	6.08	4.14	4.66	5.08
应付账款周转率	5.70	5.00	3.95	4.79	4.80
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.21	2.71	2.02	2.36	2.81
每股经营现金流(最新摊薄)	2.31	2.46	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	5.44	20.85	22.13	24.11	26.41
<b>估值比率</b>					
P/E	18.47	15.08	20.19	17.33	14.54
P/B	7.51	1.96	1.85	1.69	1.55
EV/EBITDA	8.12	6.80	9.31	7.88	6.59



## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188